



Union des marchés de capitaux

Réforme de la directive Prospectus

Mai 2015

Le prospectus d'admission ou d'offre au public est un document essentiel puisqu'il a vocation à informer les investisseurs lorsque des sociétés cotées ou destinées à être cotées émettent ou cèdent des titres. En dépit d'améliorations déjà apportées à ce régime, la révision en cours de la directive Prospectus – identifiée par la Commission européenne comme une priorité à court terme d'une Union des marchés de capitaux – doit prendre en compte les critiques formulées. Celles-ci portent notamment sur la taille, le coût et le défaut de lisibilité du prospectus, les redondances avec des informations disponibles par ailleurs, le niveau insuffisant de protection des investisseurs de détail résultant d'un résumé beaucoup trop long, un régime proportionné applicable aux PME qui dans les faits est relativement peu utilisé, et des pratiques divergentes entre autorités nationales dans la revue des prospectus.

Un régime allégé pour les émissions secondaires

Le prospectus conserve toute sa légitimité pour les introductions en bourse lorsque la société émettrice n'est pas encore connue du marché. En revanche, pour les sociétés déjà introduites en bourse, les émissions ultérieures (émissions secondaires) devraient pouvoir bénéficier d'un régime allégé compte tenu de l'obligation de publier une information périodique et permanente à laquelle les émetteurs sont astreints.

Si la directive Prospectus prévoit déjà un certain nombre d'allègements pour les émissions secondaires, ceux-ci sont en fait insuffisants. Pour cette raison, l'AMF propose un nouveau dispositif qui s'inspire à la fois du régime français du document de référence et du régime en vigueur aux États-Unis depuis une dizaine d'années, baptisé *well-known seasoned issuer* (WKSI), non pas dans ses modalités mais dans sa finalité qui est d'accorder davantage de flexibilité aux émetteurs ayant « fait leurs preuves » en termes d'information annuelle du marché. Sous certaines conditions, les émissions secondaires ne présentant pas un impact dilutif trop important pour les actionnaires pourraient ainsi être exemptées de prospectus.

Un émetteur pourrait ainsi opter pour ce régime d'exemption dans les conditions suivantes :

- une cotation depuis au moins deux ans ;
- le dépôt d'un document d'information annuel dont le régulateur n'aura pas contesté la qualité, qui inclurait notamment la géographie du capital et des informations essentielles sur la gouvernance ;
- l'absence de litige entre le régulateur et l'émetteur sur son information périodique et permanente ;
- l'émission d'instruments financiers dont l'impact dilutif n'excède pas 20 % (cette exemption couvrant aussi bien les émissions d'actions que celles d'instruments donnant accès au capital) ; et
- la publication d'un communiqué de presse normé sur l'opération financière, incluant des éléments tels que les motifs de l'émission, les facteurs de risque, la déclaration de fonds de roulement, et soumis à la non-opposition préalable du régulateur dans un délai réduit (par exemple cinq jours maximum).

Une extension de ce régime d'exemption à certaines émissions d'obligations pourrait également être envisagée, sous réserve toutefois de pouvoir fixer un seuil d'endettement maximal raisonnable nonobstant la diversité des profils d'endettement des émetteurs selon leur secteur d'activité.

Ce régime optionnel d'exemption serait révoqué si l'émetteur ne satisfait plus à l'une des conditions visées ou connaît un litige avec l'autorité compétente au sujet de sa communication financière.

Un vrai résumé du prospectus

Le résumé du prospectus s'apparente dans les faits à un mini-prospectus reprenant parfois, plus ou moins extensivement, des pans entiers du prospectus alors même qu'il a vocation à traduire un effort de synthèse et de pédagogie de l'émetteur. Pour résoudre la contradiction entre effort de concision et exhaustivité des informations essentielles, il faut repenser le résumé du prospectus. L'AMF propose de remplacer le résumé du prospectus par un nouveau document s'inspirant du document d'informations clés (DIC) applicable aux produits d'investissement couverts par le règlement européen sur les produits d'investissement (communément désigné PRIIPS, *Packaged retail investment and insurance products*). Il s'agirait, tout en maintenant le régime actuel de responsabilité des prospectus, de définir un document au format court (quatre ou cinq pages) comportant des rubriques prédéfinies et intégrant les informations essentielles sur l'émetteur, l'opération et l'instrument financier.

Pour les émissions soumises à la fois à l'obligation d'établissement d'un prospectus en vertu de la directive Prospectus et à l'obligation d'établissement d'un DIC en vertu du règlement PRIIPS, le résumé du prospectus ne serait pas supprimé au profit du DIC dans la mesure où ces deux documents n'obéissent pas aux mêmes contraintes, notamment en termes de calendrier et de responsabilité. Un résumé (au format proposé) continuerait dès lors d'être exigé, mais l'information sur l'instrument financier pourrait faire l'objet d'un renvoi au DIC ou, en cas d'impossibilité juridique, une information identique serait fournie dans les deux documents.

Une approche harmonisée et allégée pour les PME

Les PME cotées sur un marché réglementé sont soumises à l'obligation d'établissement d'un prospectus en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations. Si ces sociétés satisfont à certains critères de taille, elles sont éligibles à un schéma proportionné des informations à inclure dans le prospectus. Sur un système multilatéral de négociation (SMN) – comme Alternext – les admissions aux négociations sans offre au public ne donnent pas lieu à l'établissement d'un prospectus mais à un document non soumis au visa de l'AMF (*offering circular*), régi par les règles de marché. Par ailleurs, en application de la nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF 2), un label européen baptisé « marché de croissance des PME » (*SME Growth Markets*, SME-GM) pourra être octroyé, à leur demande, aux SMN respectant certaines conditions d'information des investisseurs.

L'AMF considère qu'une extension du champ du prospectus aux admissions simples sur les SMN n'est pas souhaitable. En effet, il semble important de maintenir certaines différences structurantes entre le marché réglementé et les SMN et de ne pas alourdir les obligations applicables aux PME cotées sur ces derniers. En revanche, il est nécessaire d'harmoniser les définitions des PME (celle pour le régime du prospectus et celle pour le label SME-GM) en s'alignant sur le seuil qui détermine le champ des SME-GM, soit 200 millions d'euros de capitalisation. De même, le caractère insuffisamment proportionné du prospectus faisant globalement consensus, un effort d'allègement supplémentaire peut être envisagé, notamment par la réduction des redondances ou la formalisation de critères de matérialité pour certaines sections du prospectus.

Les autres aménagements

S'agissant des différents seuils d'exemption au prospectus, l'AMF privilégie le *statu quo* et ce, pour trois raisons : besoin de protection de l'investisseur, difficulté à fixer des seuils plus pertinents et préférence pour une exemption applicable aux émissions secondaires (telle que proposée par l'AMF). De même, l'AMF souhaite maintenir les marges de manœuvre accordées au niveau national portant sur le seuil d'exemption (soit entre 100 000 euros et 5 millions d'euros) compte tenu des disparités en termes de taille des marchés nationaux.

Les offres au public émanant de sociétés établies en-dehors de l'Union et qui ne sont pas cotées sur un marché européen, à destination de leurs salariés résidant dans l'Union, devraient bénéficier d'une exemption conditionnelle, notamment liée à l'équivalence des normes comptables. De même, un véritable régime d'équivalence du prospectus des pays tiers devrait être mis en place, sous condition de réciprocité.

Dans un souci de cohérence, le champ des titres soumis au prospectus pourrait être étendu aux instruments ne constituant pas des valeurs mobilières mais présentant des caractéristiques analogues, tels que les parts sociales d'établissements de crédit et les certificats mutualistes.

Le régime de sanction prévu par la directive Prospectus devrait être précisé, à l'instar de ce qui a été fait lors de la révision de plusieurs directives sectorielles (directives Transparence, OPCVM V et MIF 2), dans la mesure où les infractions au régime du prospectus sont aujourd'hui essentiellement réprimées sur le terrain de l'abus de marché (au titre de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses).

L'AMF reste attachée à une procédure d'approbation systématique et a priori des prospectus, source de sécurité juridique. Si certaines notions telles que la cohérence et le caractère compréhensible du prospectus pourraient être précisées, il importe avant tout de poursuivre les efforts de convergence des pratiques des régulateurs nationaux sous l'égide de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). De même, le rôle essentiel joué par les régulateurs nationaux en matière de suivi de la documentation commerciale doit être souligné.

Enfin, le « prospectus de base » des programmes d'émission obligatoires, très utilisé par le marché, ne semble pas pouvoir être étendu aux actions et un régime allégé d'émissions secondaires est une voie plus intéressante.

Autorité des marchés financiers

17, place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 2 – France
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00
www.amf-france.org

Contacts : Direction de la communication – Tél. : 01 53 45 60 25
Courriel : directiondelacommunication@amf-france.org